



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Consulta Pública SDM nº 04/24 – Processo CVM SEI nº 19957.002633/2024-67

Objeto: Alterações na regra relativa aos procedimentos de atuação sancionadora da CVM.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Consulta Pública SDM nº 04/2024 e apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹. A Consulta Pública SDM nº 04/2024 recebeu comentários do público entre os dias 26 de dezembro de 2024 e 28 de fevereiro de 2025.

A consulta teve como objeto minuta de Resolução (“Minuta”), que propôs alterações pontuais na Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 45”), que dispõe sobre o rito dos processos administrativos sancionadores (PAS) da Autarquia. A proposta reflete a experiência acumulada na aplicação da norma vigente e das regulamentações anteriores, trazendo ajustes que buscam aprimorar procedimentos, reforçar a segurança jurídica e aumentar a efetividade da atividade sancionadora.

O ponto central trazido pela Minuta foi a ampliação das hipóteses de infrações que podem ser submetidas ao rito simplificado do PAS, com o objetivo de aumentar a agilidade e eficiência da atividade sancionadora.

Adicionalmente, foram propostos ajustes para reforçar a transparência e a previsibilidade das normas aplicáveis aos processos sancionadores, incluindo o aprimoramento do procedimento para manifestação prévia dos investigados, ajustes na previsão relativa ao prazo para manifestação do interessado e o esclarecimento de que cabe ao interessado demonstrar o cumprimento dos requisitos legais para a celebração do termo de compromisso, entre outras medidas de aperfeiçoamento.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores², razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informativo e acessório à Resolução editada, cujo objetivo é facilitar a compreensão das conclusões da Autarquia em relação às sugestões recebidas.

² https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0424.html.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

| | | |
|--------------|--|-----------|
| 1 | Participantes | 4 |
| 2 | Comentários à Minuta | 4 |
| 2.1 | Recurso contra decisão que deixou de lavrar o termo de acusação (art. 4º, § 5º) .. | 4 |
| 2.2 | Manifestação prévia do investigado (art. 5º)..... | 5 |
| 2.2.1 | Aspectos gerais (art. 5º, <i>caput</i>) | 5 |
| 2.2.2 | Detalhes acerca da obtenção de manifestação prévia (art. 5º, § 1º) | 7 |
| 2.2.3 | Esclarecimento sobre a manifestação prévia (art. 5º, § 2º)..... | 8 |
| 2.3 | Contagem de prazo (art. 25, § 4º) | 10 |
| 2.4 | Termo de Compromisso | 11 |
| 2.4.1 | Requisitos para celebração (art. 82, § 4º) | 11 |
| 2.4.2 | Previsão expressa acerca da análise do “histórico” do interessado (art. 86) | 13 |
| 2.5 | Rito simplificado do PAS (Anexo C) | 14 |
| 2.5.1 | Comentários gerais..... | 14 |
| 2.5.2 | Comentários pleiteando a exclusão de ilícitos por envolver dilação probatória | 15 |
| 2.5.2.1 | Votos proferidos em situação de impedimento..... | 15 |
| 2.5.2.2 | Não observância de obrigações relacionadas a fundos de investimento | 16 |
| 2.5.2.3 | Infrações cometidas por integrante do sistema de distribuição e consultores | 16 |
| 2.5.2.4 | Vedações aplicáveis aos intermediários..... | 17 |
| 2.5.2.5 | Infrações cometidas por assessores de investimento..... | 18 |
| 2.5.2.6 | Infrações relacionadas à PLD/FTP | 19 |
| 2.5.3 | Outros comentários sobre as infrações do Anexo C | 21 |
| 2.5.3.1 | Não observância do período vedado..... | 21 |
| 2.5.3.2 | Infrações cometidas por integrante do sistema de distribuição e consultor | 22 |
| 2.5.3.3 | Vedações aplicáveis aos intermediários..... | 22 |
| 3 | Outros comentários à Minuta | 23 |
| 3.1.1 | Comunicação de encerramento da investigação (art. 4º)..... | 23 |
| 3.1.2 | Guia explicativo sobre manifestação prévia (art. 5º) | 24 |



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

| | | |
|----------|---|-----------|
| 3.1.3 | Inclusão da possibilidade de arquivamento do processo (art. 41) | 24 |
| 3.1.4 | Estudo comparativo com reguladores globais | 25 |
| 3.1.5 | Termo de compromisso (art. 82) | 26 |
| 3.1.6 | Marcos de interrupção da prescrição..... | 27 |
| 3.1.7 | Anexo C – Rito Simplificado | 28 |
| 3.1.7.1 | Sugestões gerais de aprimoramento do rito simplificado | 28 |
| 3.1.7.2 | Adequação à nova regulamentação de fundos de investimento..... | 29 |
| 4 | Ajustes pontuais de forma..... | 29 |
| 5 | Versão definitiva de Resolução..... | 30 |



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

1 Participantes

Os seguintes participantes manifestaram-se na consulta pública: (i) Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”); (ii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (iii) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); (iv) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (v) Chalfin Goldberg & Vainboim Advogados (“CGV Advogados”); (vi) Eizirik Advogados; (vii) Fin+ Tecnologia, Regulação e Negócios Ltda. (“Fin+”); (viii) Luciana Doria Wilson; e (ix) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”).

2 Comentários à Minuta

2.1 Recurso contra decisão que deixou de lavrar o termo de acusação (art. 4º, § 5º)

O art. 4º regula as providências cabíveis pelas superintendências após a investigação de infrações administrativas, incluindo hipóteses de não lavratura de termo de acusação, lavratura do termo ou instauração de inquérito administrativo. O § 5º condiciona o recurso contra decisão de não lavratura do termo de acusação à demonstração, pelo recorrente, da ausência de fundamentação ou da dissonância em relação ao posicionamento prevalecente do Colegiado.

A Minuta propôs uma complementação do § 5º para detalhar as condições de admissibilidade desse recurso, esclarecendo que: (i) a discordância meramente subjetiva ou o descontentamento em relação às razões apresentadas pelas superintendências, por si só, não caracteriza ausência de fundamentação (inciso I); e (ii) em caso de alegação de dissonância, o recorrente deve identificar o processo cujo posicionamento do Colegiado é considerado dissonante, com a respectiva data da decisão (inciso II).

ANBIMA sugere ajuste redacional, tendo proposto a supressão da expressão “*discordância meramente subjetiva*” no inciso I, para que conste apenas que “*o mero descontentamento em relação às razões apresentadas pelas superintendências, por si só, não caracteriza ausência de fundamentação*”, afirmando que a alteração harmoniza melhor o dispositivo.

No tocante ao inciso II, ANBIMA e ANCORD sugerem ajustes para exigir que, em caso de dissonância, além de identificar o processo (ou os processos) cujo posicionamento do Colegiado seja considerado dissonante, o recorrente demonstre que tais decisões correspondem ao entendimento prevalecente do Colegiado. Afirmam que essa abordagem reforça a segurança jurídica e assegura maior



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

rigor técnico na análise dos recursos ao evitar que a mera existência de decisão desfavorável seja suficiente para justificar o cabimento de recurso.

ABRASCA não é favorável à inclusão do § 5º, pois (i) no inciso I, a avaliação de eventual falha na fundamentação cabe ao Colegiado, e, nesse sentido, critérios amplos poderiam restringir indevidamente o direito de defesa; caso, ainda assim, a CVM considere necessária a alteração, recomenda critérios objetivos para fundamentação; e (ii) no inciso II, a avaliação da dissonância deve ser feita pelo Colegiado, sendo suficiente a identificação do precedente conflituoso.

A CVM entende que a alteração proposta pelo § 5º é adequada, pois proporciona maior clareza sobre os critérios de admissibilidade do recurso a que se refere e estabelece parâmetros objetivos para análise de alegações de ausência de fundamentação e dissonância, sem limitar o direito de defesa.

O ajuste redacional proposto por ANBIMA em relação inciso I foi considerado pertinente e refletido na versão final da norma.

No tocante ao inciso II, foram feitos ajustes para deixar a redação mais clara em relação ao objetivo do dispositivo, que é exigir, no caso de alegação de dissonância com posicionamento prevalecente do Colegiado, que seja informado o processo que reflita o posicionamento prevalecente. Caberá ao Colegiado, ao analisar o recurso, julgar se, de fato, o processo em análise destoa dos precedentes existentes e se tal fato deveria ensejar a revisão da decisão.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acatadas.

2.2 Manifestação prévia do investigado (art. 5º)

2.2.1 Aspectos gerais (art. 5º, *caput*)

O art. 5º estabelece que as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos sob investigação.

ANBIMA e ANCORD propõem que na diligência para obtenção de esclarecimentos sejam indicadas as potenciais infrações que podem ser imputadas ao investigado, a fim de assegurar clareza e transparência, permitindo que o investigado preste esclarecimentos de maneira fundamentada e consistente, além de contribuir para a efetividade do exercício do contraditório e da ampla defesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

ABRASCA sugere uma alteração na redação do *caput* do art. 5º para que conste expressamente que as diligências para obtenção de esclarecimentos sobre os fatos sob investigação devem ocorrer “*em atenção ao princípio da busca da verdade material*”, uma vez que esse princípio deve orientar a atuação administrativa na fase pré-sancionadora. Isso permitiria que a CVM, com base nos esclarecimentos prestados pelo investigado, avaliasse adequadamente a materialidade e a autoria das infrações, evitando, sempre que possível, a instauração desnecessária de processo sancionador, em benefício da eficiência, da boa-fé e da segurança jurídica.

Nessa linha, o participante propõe que a CVM promova uma avaliação mais ampla dos seus procedimentos de investigação e sanção que prestigie a fase pré-sancionadora como mecanismo efetivo de obtenção da verdade material, segurança do mercado e eficiência administrativa.

Fin+ defende que a investigação e a manifestação prévia devem ser tratadas como verdadeiro ato defensivo, assegurando ao investigado a oportunidade de expor sua versão dos fatos de forma espontânea, reservado o direito ao silêncio e a não autoincriminação. Afirma que é importante destacar a representação por advogado, que se mostra relevante desde o início do processo investigativo, como garantia do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório.

A CVM entende que o art. 5º, ao prever que as superintendências devem diligenciar para obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos, cumpre seu papel de assegurar uma adequada instrução do processo administrativo, para que os elementos de fato sejam avaliados de forma completa e consistente.

Quanto à sugestão de que a diligência informe as potenciais infrações que podem vir a ser imputadas ao investigado, a CVM esclarece que tal medida não é viável, uma vez que, na fase pré-sancionadora, a área responsável muitas vezes não possui plena visibilidade do enquadramento dos fatos sob investigação, não sendo, portanto, possível exigir tal informação como requisito para a obtenção de esclarecimentos.

Em relação à proposta de alteração da redação do dispositivo para que conste expressamente o princípio da busca da verdade material, a CVM entende que as regras do processo sancionador de modo geral já se encontram consonantes com esse princípio, sendo prescindível referenciá-lo no texto desse dispositivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

No que tange ao direito ao silêncio e à garantia contra a autoincriminação, a CVM ressalta que tais prerrogativas já são asseguradas aos investigados, independentemente de previsão expressa no dispositivo, pois decorrem diretamente da Constituição Federal de 1988, em especial do art. 5º, inciso LXIII, bem como das garantias do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa previstas nos incisos LIV e LV do mesmo artigo.

Por fim, a representação do investigado por advogado desde o início do processo investigativo é direito do investigado, mas não uma obrigação, razão pela qual a sugestão não foi incorporada.

Dessa forma, as sugestões não foram acolhidas.

2.2.2 Detalhes acerca da obtenção de manifestação prévia (art. 5º, § 1º)

A CVM propôs ajuste no § 1º do art. 5º para explicitar quais são os meios que podem ser utilizados para oficiar o investigado a prestar esclarecimentos, trazendo uma distinção entre participantes regulados — pelo endereço cadastral na CVM — e não regulados — por meio de quaisquer endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos ou endereço constante na base da Receita Federal.

ANBIMA afirma que a redação do dispositivo proposto pode ser demasiadamente ampla, e possivelmente compromete a segurança jurídica do procedimento, já que o investigado pode não ser informado de maneira adequada. Alternativamente, tanto ANBIMA quanto ANCORD propõem ajustes ao dispositivo para prever que nos demais casos a diligência seja realizada primeiramente por meio do endereço eletrônico constante na base de dados da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil (“Receita Federal”) ou, caso essa forma seja indisponível ou ineficaz, por meio de quaisquer endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos em comunicações anteriores com o investigado.

A CVM entende que a inclusão do § 1º é adequada, pois confere maior transparência a essa etapa da investigação ao explicitar os meios que podem ser utilizados para oficiar o investigado. Os ajustes introduzidos têm como finalidade estabelecer um ponto de equilíbrio: de um lado, assegurar que sejam utilizados meios eficazes para dar ciência ao investigado; de outro, garantir que o dever de diligência da Autarquia seja considerado cumprido após a utilização dos canais previstos, mesmo que não haja resposta do destinatário. Busca-se, dessa forma, promover eficiência e celeridade ao procedimento, mantendo preservadas as garantias do investigado e a adequada condução processual.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Quanto à sugestão de ANBIMA e ANCORD de alterar a ordem de preferência, priorizando inicialmente o endereço eletrônico constante da base da Receita Federal, a CVM entende que tal ajuste não se mostra conveniente. O critério central deve ser a efetividade da comunicação, de modo a garantir que o investigado seja informado adequadamente. Assim, é mais apropriado privilegiar endereços fornecidos e regularmente atualizados pelo próprio investigado junto à CVM.

Não obstante o exposto, a CVM entendeu pertinente fazer ajustes no dispositivo para esclarecer que a hipótese do inciso I, alínea “a”, não abarca qualquer agente regulado do mercado de capitais, mas sim o participante do mercado de valores mobiliários sujeito à norma de cadastro na CVM, atualmente a Resolução CVM nº 234, de 4 de agosto de 2025.

No caso dos demais investigados, serão usados endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos ou o endereço eletrônico constante na base de dados da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil.

Dessa forma, as sugestões apresentadas não foram acatadas.

2.2.3 Esclarecimento sobre a manifestação prévia (art. 5º, § 2º)

A Minuta propôs a inclusão de um novo parágrafo ao art. 5º para prever que a manifestação prévia do investigado não se confunde com o exercício do direito ao contraditório e da ampla defesa.

ABRASCA opina pela não inclusão do referido dispositivo, a fim de evitar que as áreas da CVM responsáveis pela investigação entendam a manifestação prévia do investigado como medida puramente burocrática, interpretação que iria de encontro ao que dispõe o *caput* do art. 5º. Ressalta que a medida é relevante para a busca efetiva da verdade material além de ser providência administrativa em benefício da eficiência processual.

B3 sugere alteração pontual da redação do art. 5º, § 2º, para deixar explícito que a ausência da manifestação do investigado não enseja a nulidade do processo.

Eizirik Advogados apoia a inclusão do entendimento de que a manifestação prévia do investigado não se confunde com o contraditório e a ampla defesa, mas ressalta que a redação do § 2º pode transmitir a impressão de que tal manifestação é facultativa, o que seria equivocado especialmente considerando a redação do *caput* do art. 5º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Opina no sentido de que a manifestação prévia do investigado contribui de forma relevante para a eficiência processual, pois permite que o investigado preste esclarecimentos em relação aos fatos e à capitulação da conduta, auxiliando a área técnica na decisão de formular a acusação, assim como na sua precisão. Nesse sentido, propõe desdobrar o dispositivo em dois parágrafos para deixar clara essa distinção, prevendo que a diligência no sentido de obter esclarecimentos é obrigatória e que não se confunde com o exercício ao contraditório e ampla defesa.

ANBIMA sugere ajuste no § 2º para prever expressamente que a obtenção de manifestação prévia é obrigatória sob pena de nulidade processual, por entender que o instituto está em consonância com os princípios do contraditório e da ampla defesa por dar previsibilidade e segurança jurídica ao investigado. ANCORD apresenta comentário no mesmo sentido.

Stocche Forbes entende que a manifestação prévia dos investigados antes da acusação é etapa essencial para prevenir acusações infundadas, proteger garantias semelhantes às do direito penal e evitar danos reputacionais, emocionais e financeiros irreversíveis decorrentes da simples instauração de processo. Considera que a proposta de flexibilização do dispositivo enfraquece esse papel preventivo e pode comprometer a eficiência processual, além de esvaziar o *caput* do art. 5º, razão pela qual defende a exclusão do § 2º proposto.

Ao refletir sobre a finalidade do dispositivo, a CVM promoveu ajuste pontual no § 2º para esclarecer que é a diligência das superintendências para obtenção de manifestação prévia do investigado (e não a própria manifestação prévia) que constitui providência administrativa voltada à eficiência processual.

Exceto por essa alteração e ajustes pontuais na redação, o dispositivo foi mantido na essência. Os comentários trazidos pelos participantes não foram acolhidos.

Em primeiro lugar, o *caput* do art. 5º já estabelece de forma inequívoca a obrigatoriedade das superintendências em obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos que lhe possam ser imputados. A norma, portanto, não admite interpretação segundo a qual a obtenção dessa manifestação prévia seria facultativa. A propósito, justamente para evitar essa interpretação, o acréscimo sugerido por B3 não foi incorporado à norma, ainda que, de fato, a ausência de manifestação do interessado não seja causa de nulidade do processo administrativo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Em segundo lugar, o § 2º proposto possui finalidade complementar ao *caput*, sem com ele conflitar: esclarece que o dever de as superintendências diligenciarem a fim de obter manifestação do acusado é uma medida voltada à eficiência processual, por constituir peça importante para a elucidação da verdade material. Trata-se, portanto, de providência que reforça a segurança jurídica e a previsibilidade do procedimento, ao definir claramente os efeitos da diligência sem comprometer os direitos do investigado.

Nesse sentido, a proposta não enfraquece a etapa prévia de coleta de esclarecimentos, tampouco reduz a relevância da manifestação do investigado nesse momento, apenas define com clareza sua natureza jurídica e seus limites, em consonância com a sistemática do art. 5º como um todo.

CGV Advogados sugere redação alternativa para evitar ambiguidade na expressão “*em qualquer de suas formas*”, que pode ser interpretada como referente à “*formulação da acusação*”, e não à manifestação do investigado.

A redação do dispositivo foi alterada conforme explicado no box anterior, tendo a sugestão perdido o objeto.

2.3 Contagem de prazo (art. 25, § 4º)

A Minuta propôs nova redação para o § 4º do art. 25, deixando claro que o interessado tem um prazo mínimo de 10 dias úteis para se manifestar, exceto em procedimentos de investigação e de supervisão que ocorram em fase pré-sancionadora, para os quais as superintendências devem assinalar prazo razoável para cumprimento das exigências formuladas.

CGV Advogados e Luciana Doria Wilson sugerem que seja previsto um prazo mínimo de cinco dias úteis para procedimentos de investigação que ocorram em fase pré-sancionadora, para dar mais segurança e manter a celeridade do rito.

Luciana Doria Wilson acrescenta que esse prazo poderia ser excepcionado em situações urgentes devidamente justificadas, e cita o exemplo da *Federal Financial Supervisory Authority* (BaFin), da Alemanha, que utilizaria prazo mínimo padronizado. Além disso, recomenda que, sempre que possível, os regulados sejam consultados sobre a possibilidade de extensão de prazos para garantir maior previsibilidade e equilíbrio no atendimento das exigências.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

ANCORD e Fin+ defendem a exclusão do ajuste introduzido pela Minuta, sugerindo que a norma preveja o prazo mínimo de 10 dias úteis para qualquer solicitação da CVM, permitindo uma padronização dos prazos a fim de conferir maior segurança jurídica nos procedimentos.

ABRASCA argumenta que a proposta abre margem para imposição de prazos exíguos aos regulados na fase pré-sancionadora e, por isso, sugere que o dispositivo não seja alterado.

A CVM entende que a fixação de prazo distinto para a fase pré-sancionadora é necessária para atender às particularidades dessa etapa preliminar de apuração dos fatos, que poderá ou não resultar em acusação. Nessa fase, frequentemente se exige maior celeridade, como ocorre em fiscalizações *in loco* e em pedidos de documentos que já se encontram sob a posse dos regulados.

Nesse sentido, a redação constante da Minuta mantém a exigência de que os prazos fixados pelas superintendências sejam compatíveis com a natureza das solicitações, ao mesmo tempo em que preserva a flexibilidade necessária para que possam ser ajustados conforme as circunstâncias de cada caso, em benefício da eficiência processual.

Quanto à sugestão de que os regulados sejam previamente consultados sobre a possibilidade de extensão de prazos, a CVM entende suficiente que os interessados, quando julgarem necessário, formulem pedido de prorrogação, nos termos do § 5º, que será analisado pela área técnica. Essa é a praxe atual e não há histórico relevante de casos em que regulados tenham sido submetidos a prazos desarrazoadamente exíguos.

Portanto, os comentários não foram acolhidos.

2.4 Termo de Compromisso

2.4.1 Requisitos para celebração (art. 82, § 4º)

A Minuta propôs a inclusão de um novo parágrafo ao art. 82, de forma a esclarecer que o ônus de demonstrar o cumprimento dos requisitos legais – cessação da prática ilícita e reparação de prejuízos – para a celebração de termo de compromisso é do interessado.

Stocche Forbes sugere a supressão do dispositivo proposto, por entender que inverte indevidamente o ônus de comprovar o cumprimento dos requisitos do termo de compromisso, impondo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

ao proponente a produção de provas negativas ou a quantificação de danos não especificados, o que opina ser desproporcional e, em casos de danos difusos, impraticável.

No mesmo sentido, ABRASCA sugere a supressão do dispositivo, pois entende que não faria sentido impor uma prova negativa ao interessado, ou seja, exigir que ele ateste que não está praticando uma atividade irregular. Acrescenta que o art. 11, § 5º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385”), e o art. 82 da Resolução CVM 45 exigem o compromisso de cessação da prática de atividades ou atos considerados ilícitos, assim como a correção das irregularidades apontadas, inclusive indenização dos prejuízos, sendo tais requisitos, portanto, condições resolutivas para a celebração do termo de compromisso (condição que, caso descumprida, leva à perda da validade do termo de compromisso). Na visão do participante, a CVM deveria limitar-se à verificação do cumprimento da obrigação de fazer acordada.

ANBIMA, Eizirik Advogados e ANCORD sugerem a inclusão de um novo parágrafo ao art. 82 para estabelecer expressamente que o requisito de cessação da prática é considerado atendido se o ato já tiver se consumado ou não se tratar de ilícito de natureza continuada. Argumentam que traria mais segurança e tornaria a norma mais objetiva, evitando interpretações divergentes sobre o momento em que o cumprimento da condição de cessação da prática é efetivamente realizado.

Adicionalmente, Eizirik Advogados propõe, à luz da redação do inciso I e do novo parágrafo sugerido, ajuste na redação do § 4º, a fim de reformular sua ordem e acrescentar ressalva, de modo que passe a prever: *“para fins de celebração de termo de compromisso, o ônus de demonstrar o cumprimento do disposto nos incisos I e II do caput, se for o caso, é do interessado”*.

O art. 82 foi alterado para prever expressamente que o requisito de cessação da prática de ato ilícito é considerado atendido se o ato já tiver sido consumado ou interrompido, nos termos no § 5º inserido, em linha com as sugestões apresentadas. Ressalta-se que a redação proposta está em consonância com entendimento já consolidado na CVM, segundo o qual se considera cumprido o requisito legal de cessação quando a conduta irregular tenha ocorrido em momento determinado e não apresente caráter continuado, por não ser possível cessar um ato que já se encontra encerrado.

Considerando essa alteração e a redação dos incisos I e II, a CVM entende que não há necessidade de inclusão da expressão “se for o caso” no § 4º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

As sugestões para a supressão do § 4º não foram acolhidas, uma vez que a CVM entende que o dispositivo não implica inversão do ônus da prova e tampouco exige produção de prova negativa. Trata-se apenas da enunciação do que deve estar contido na proposta de termo de compromisso, em observância aos requisitos legais constantes do § 5º do art. 11, da Lei 6.385, de 1976, a fim de assegurar que a proposta possa receber o melhor aproveitamento em sua análise pela Autarquia, o que fundamentalmente atende a interesses dos próprios proponentes. Não obstante, foi feito um ajuste pontual no dispositivo para deixar sua redação mais precisa.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

2.4.2 Previsão expressa acerca da análise do “histórico” do interessado (art. 86)

A Minuta propôs a inclusão do termo “histórico” ao art. 86, com o objetivo de conferir maior clareza e acessibilidade à norma, consolidando práticas já adotadas pelo Colegiado na análise de propostas de termo de compromisso.

Stocche Forbes e Fin+ são contrários à inclusão do histórico como elemento de ponderação para celebração de termo de compromisso. Stocche Forbes argumenta que, apesar de existir a prática da avaliação do histórico do proponente para celebração de termo de compromisso, sua positividade mitigaria indevidamente o princípio da presunção de inocência, pois criaria o risco de punição implícita por fatos não julgados, como investigações arquivadas e denúncias não comprovadas. Considera, assim, que ainda que haja análise criteriosa e equilibrada pela CVM, essa inclusão ameaçaria a segurança jurídica dos regulados.

Fin+ entende que a inclusão desse termo confere um conceito amplo e pouco claro, possibilitando diferentes interpretações subjetivas pelo colegiado da CVM e gerando insegurança jurídica para as partes, sendo que os antecedentes já garantem plena efetividade na análise da conduta social do agente. Ressalta, ainda, a impossibilidade da valoração de inquéritos e processos em andamento para a análise negativa dos antecedentes.

ABRASCA também argumenta que o termo “histórico” imprime insegurança jurídica, pois haveria precedentes dissonantes quanto à matéria na negociação de termos de compromisso. Como forma de mitigar a questão, sugere a inclusão de novo parágrafo para restringir a análise do histórico e antecedentes dos proponentes (i) aos termos de compromisso celebrados há, no máximo, 5 anos contados do arquivamento do processo; e (ii) aos PAS nos quais os proponentes tenham sido condenados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

por força de decisão administrativa definitiva, salvo se decorridos 5 anos do cumprimento da respectiva punição ou da extinção da pena.

Após reavaliar a questão, a CVM decidiu não implementar a alteração sugerida para o art. 86, por entender que o objetivo da proposta já é atendido pela prática vigente. Com efeito, o histórico do acusado ou investigado já é considerado, pelo Comitê de Termo de Compromisso e pelo Colegiado da Autarquia, entre outros elementos e de forma criteriosa, quando da apreciação de propostas de termo de compromisso apresentadas.

2.5 Rito simplificado do PAS (Anexo C)

2.5.1 Comentários gerais

Eizirik Advogados manifesta preocupação com a proposta de ampliação do rol de infrações submetidas ao rito simplificado, pois ressalta que tal rito só faz sentido para condutas cuja apuração seja estritamente objetiva. Entende, assim, que algumas das condutas incluídas pela Minuta poderiam demandar dilação probatória ordinária, razão pela qual não deveriam ser incorporadas ao Anexo C. As observações relativas a cada um desses casos serão apresentadas nos respectivos itens ao longo desta seção 2.5.

De forma subsidiária, caso rejeitada a sugestão de não inclusão no rol do Anexo C dos ilícitos em questão, defende a adaptação do *caput* do art. 1º para prever que a necessidade de dilação probatória seja analisada caso a caso, devendo a CVM indicar o órgão responsável por analisar e definir, em cada caso concreto, se determinada infração será submetida ao rito ordinário ou simplificado, disciplinando o procedimento a ser seguido para tanto.

Fin+ sugere que a ampliação do rol do Anexo C seja acompanhada de uma criteriosa avaliação das novas infrações quanto à adequação ao rito simplificado, garantindo que apenas infrações de menor gravidade sejam incluídas. Ressalta a importância de preservar as garantias processuais, como o devido processo legal e a paridade de armas, de modo que o rito simplificado permita celeridade sem comprometer a capacidade de defesa e a igualdade probatória entre as partes.

Cumprido destacar, inicialmente, que a seleção das condutas que integram o rito simplificado baseia-se no critério de maior objetividade e clareza na apuração dos ilícitos, o que torna viável que a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

instrução do processo sancionador, em regra, se restrinja à documentação apresentada com a defesa, permitindo uma tramitação mais célere.

O rito simplificado, entretanto, não impede a produção de provas adicionais quando necessárias. O art. 29 da Resolução CVM 45 já autoriza o acusado a requerer diligências, e os arts. 42 a 46 disciplinam sua realização. Para que o procedimento do rito simplificado fique mais bem estruturado quando houver pedido de produção de provas, foi incluído o art. 73-A que prevê a designação de relator antes do envio do processo à superintendência para elaboração do relatório, sempre que houver tal solicitação, e foram feitos ajustes no art. 74. O relator decidirá sobre o requerimento e conduzirá a fase instrutória; concluída essa etapa, os autos retornarão à superintendência para elaboração do relatório, prosseguindo-se na forma do art. 74. Além disso, foram alterados os arts. 73, *caput*, e 1º do Anexo C, para deixar o texto mais claro e objetivo.

Dessa forma, a CVM entende que as preocupações apontadas pelos participantes estão atendidas, uma vez que se mantêm no rito simplificado as infrações cuja apuração, como regra geral, se restringe à documentação apresentada com a defesa, enquanto se preserva o direito do acusado de solicitar a produção de provas caso entenda necessário, trazendo clareza acerca do procedimento caso isso ocorra. Garante-se, assim, celeridade ao trâmite sem prejuízo das garantias processuais, como o devido processo legal e a paridade de armas.

2.5.2 Comentários pleiteando a exclusão de ilícitos por envolver dilação probatória

Diversos participantes enviaram comentários sobre a pertinência de incluir determinados ilícitos no rol de infrações submetidas ao rito simplificado, previstas no Anexo C da norma. Considerando que em muitos casos a resposta às sugestões foi muito semelhante, os comentários exclusivamente relacionados à exclusão de infrações serão resumidos a seguir, separados por dispositivo, constando a conclusão da CVM somente ao final.

2.5.2.1 Votos proferidos em situação de impedimento

A Minuta propõe que passe a configurar como infração de menor complexidade o voto de acionista nas deliberações da assembleia-geral sobre laudo de avaliação de bens para capital social e aprovação de suas contas como administrador, nos termos do art. 1º, inciso III-B.

ABRASCA e Eizirik Advogados sugerem a supressão do dispositivo por entenderem que sua apuração poderia exigir dilação probatória. ABRASCA destaca que a necessidade de dilação probatória



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

pode ser constatada em diversos precedentes do Colegiado que requereram levantamento de informações sobre estruturas societárias e análise e ponderação de estruturas de governança para que se pudesse chegar a uma conclusão.

2.5.2.2 Não observância de obrigações relacionadas a fundos de investimento

A Minuta inclui como infração de menor complexidade (i) a inadequação entre os ativos integrantes da carteira e as regras de resgate e liquidez previstas no regulamento ou nas normas que regem o fundo, nos termos do art. 1º, inciso XVIII, alínea “g”, e (ii) na alínea “h”, deixar de entregar informações periódicas ou eventuais completas, consistentes e com o conteúdo em conformidade com as normas que regem o fundo.

ANBIMA defende a exclusão da alínea “g” por se tratar de questão interpretativa que pode exigir uma análise mais detalhada e cálculos complexos, dada a especificidade de cada regulamento e das políticas de liquidez de cada fundo, podendo, assim, demandar dilação probatória inicial.

ANCORD traz a mesma proposta, alegando que a análise da conduta é suscetível a aspectos subjetivos e de interpretação, podendo demandar dilação probatória.

Eizirik Advogados entende que as alíneas “g” e “h” não deveriam constar do rol do Anexo C, pois podem exigir dilação probatória ordinária.

2.5.2.3 Infrações cometidas por integrante do sistema de distribuição e consultores

O art. 1º, inciso XXII apresenta, em suas três alíneas, infrações que podem ser cometidas por integrante do sistema de distribuição e consultor de valores mobiliários.

A alínea “a” prevê o não estabelecimento de regras e procedimentos escritos, bem como controles internos passíveis de verificação, que permitam o pleno cumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

CGV Advogados entende que a infração prevista na alínea “a” exige dilação probatória, ao menos no que tange à verificação de controles internos, e sugere a exclusão do dispositivo do rol de infrações sujeitas ao rito simplificado.

Em relação à alínea “b”, que prevê a não adoção de políticas internas específicas relacionadas à recomendação de produtos complexos, na forma estabelecida em norma específica, ANBIMA e ANCORD



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

sugerem a sua exclusão. Os participantes afirmam que as disposições já se encontram contempladas na alínea anterior e, além disso, o caráter interpretativo do termo “produtos complexos” poderia demandar, em determinados casos, a necessidade de dilação probatória, o que torna sua inclusão no rito simplificado inadequada.

2.5.2.4 Vedações aplicáveis aos intermediários

O art. 1º, inciso XXIII, nas alíneas “a” a “o”, abrange um grupo de infrações que podem ser cometidas por integrante do sistema de distribuição na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados.

As alíneas “c” e “d” tratam de hipóteses em que tais agentes permitem o exercício de atividades de distribuição por pessoas não autorizadas pela CVM ou exercem, eles próprios, a administração de carteiras sem a devida autorização. Eizirik Advogados entende que tais alíneas não deveriam constar do rol do Anexo C, pois podem exigir dilação probatória ordinária.

A alínea “f” prevê a hipótese de cobrança de corretagem ou qualquer outra comissão aos clientes, referente a negociações com valores mobiliários durante o período de sua distribuição pública, com exceção de negociação em mercados organizados com valores mobiliários já negociados em tal mercado e desde que o cliente seja devidamente informado sobre a distribuição pública em curso.

ANBIMA e ANCORD propõem a exclusão da alínea “f” do rito simplificado por seu caráter interpretativo, que exige análise detalhada das circunstâncias para verificar a informação fornecida aos clientes e o cumprimento das exigências normativas, o que torna imprescindível a possibilidade de dilação probatória.

A Minuta introduz também, na alínea “g”, ilícito referente à manutenção de vínculo empregatício ou contrato de prestação de serviço com analistas, assessores de investimento, consultores ou gestores de valores mobiliários que não estejam expressamente autorizados pela CVM para o exercício dessas atividades.

ANBIMA e ANCORD sugerem a exclusão deste item por envolver procedimentos complexos relacionados ao término de vínculo e ao momento de conhecimento do descredenciamento, o que exige uma análise detalhada e necessidade de dilação probatória.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Já na alínea “j” foi incluído ilícito de concessão a clientes de financiamentos e empréstimos para operações no mercado de valores mobiliários em condições diversas das previstas na norma específica sobre a intermediação de operações realizadas com valores mobiliários.

ANBIMA e ANCORD propõem a exclusão deste item por envolver produtos complexos por vezes inseridos em um contexto de grupo econômicos, cuja análise demanda trocas de informações, apresentação de documentos detalhados e produção de provas, tornando necessária uma avaliação estrutural mais aprofundada.

Por fim, a Minuta trata, na alínea “k, da prática irregular de permitir que clientes acessem o ambiente da mesa de operações. Eizirik Advogados defende a não inclusão desta infração ao rol do Anexo C, pois em sua visão sua análise pode demandar dilação probatória ordinária.

2.5.2.5 Infrações cometidas por assessores de investimento

Dentre as infrações listadas no art. 1º, inciso XXIV, incluem-se (i) o exercício, cumulativo, de atividades conflitantes, como administração de carteira, consultoria e análise de valores mobiliários (alínea “a”); (ii) a utilização de materiais em desacordo com as normas que disciplinam o uso de materiais no exercício da atividade de assessor de investimento (alínea “b”), e (iii) no caso de vinculação a mais de um intermediário, a não observação da abstenção de fazer referências aos produtos, canais de comunicação e demais informações dos intermediários pelos quais tenha sido contratado de modo que possa provocar dúvidas sobre qual o intermediário a que a informação se refere (alínea “c”).

ANBIMA e ANCORD defendem a exclusão das hipóteses previstas nas três alíneas citadas por envolverem conceitos abertos e subjetivos que exigem análise detalhada das atividades, materiais e comunicações dos assessores de investimento, muitas vezes demandando produção de provas e dilação probatória.

Eizirik Advogados e CGV Advogados alegam que a infração prevista na alínea “a” deveria ser suprimida por entenderem que sua apuração pode demandar dilação probatória. CGV Advogados ressalta que essa necessidade se evidencia especialmente quando as atividades são realizadas sem procedimentos formais ou registros documentais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

2.5.2.6 Infrações relacionadas à PLD/FTP

O art. 1º, inciso XXVII, elenca infrações relacionadas à prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa (“PLD/FTP”) para participantes do mercado de valores mobiliários, incluindo, na alínea “c”, a ausência de registro das regras, procedimentos e controles internos consistente com o porte, volume, complexidade e tipo de atividades da instituição.

A alínea “e” refere-se à falha em identificar, analisar, compreender e mitigar os riscos de LD/FTP de forma proporcional às atividades desempenhadas, adotando abordagem baseada em risco para assegurar o cumprimento das normas aplicáveis.

ANBIMA sugere a exclusão da alínea “c” por entender que a análise da infração envolve critérios interpretativos sobre porte, volume, complexidade e tipos de atividades, que demandam avaliação individualizada e produção de provas, sendo a alínea “b” suficiente para assegurar o cumprimento das normas de PLD/FTP. ANCORD traz proposta similar, alegando ser um item interpretativo que pode gerar dilação probatória.

ANBIMA sugere, ainda, a exclusão da alínea “e”, pois na sua visão o dispositivo contém conceitos interpretativos e subjetivos que exigem análise individualizada, com produção de provas que demonstrem que o participante atuou com a diligência necessária para cumprir as normas de PLD/FTP. Não obstante, propõe a manutenção dos subitens 1 e 2, que estabelecem requisitos específicos e objetivos para assegurar a conformidade regulatória.

CGV Advogados defende que a alínea “e” não deveria constar do rol, pois entende que a apuração da conduta — que envolve atos cognitivos como identificar, analisar e compreender riscos de PLD/FTP — exige dilação probatória. A ausência de registros não implica necessariamente omissão, podendo decorrer de decisões legítimas como, por exemplo, a não relevância do risco ou a conveniência de não documentar. Como tais condutas não deixam vestígios materiais e podem ser justificadas por múltiplas razões plausíveis, a adoção do rito simplificado poderia comprometer a análise do caso. Eizirik Advogados compartilha a mesma posição quanto à exclusão da infração.

ANCORD, por sua vez, sugere ajuste pontual na infração prevista na alínea “e”, com a exclusão do trecho “para garantir que as medidas de prevenção e mitigação sejam proporcionais aos riscos identificados e assegurar o cumprimento da norma específica de PLD/FTP”, por entender que se trata de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

item interpretativo, que pode demandar dilação probatória. Propõe, assim, que o restante do texto seja mantido, defendendo que a alteração visa a deixar a hipótese de rito simplificado mais objetiva.

Com relação às sugestões de exclusão dos ilícitos acima citados³, a CVM reforça que, em regra, os ilícitos incluídos no Anexo C são passíveis de apuração objetiva, de modo que a produção de provas geralmente se restringe àquela apresentada com a defesa, sem necessidade de uma etapa processual instrutória. Nada obstante, em casos específicos, é facultado ao acusado requerer a produção de provas que julgar pertinentes, conforme já foi abordado no item 2.5.1 deste relatório.

Nesse sentido, não caracteriza a necessidade de dilação probatória, por si só, o fato de a análise e julgamento de um suposto ilícito envolver (i) o exame de informações e documentos, (ii) uma maior ou menor margem de interpretação, por parte do julgador, da norma ou dos fatos apurados ou (iii) a complexidade dos produtos ou serviços relacionados às alegadas infrações, dentre outras.

Portanto, os comentários relacionados à supressão desses ilícitos não foram acatados e eles permanecem na lista constante do Anexo C, observadas as exceções a seguir.

No tocante aos ilícitos que envolvem questões relacionadas a elaboração e adoção de regras, procedimentos e controles internos previstos no art. 1º, inciso XXII, alínea “a”, e inciso XXVII, alínea “c”, a apuração dessas infrações pode exigir atividades que extrapolam a simples análise documental, demandando procedimentos de verificação mais amplos. Diante disso, optou-se por suprimir tais ilícitos da relação constante do Anexo C, por não se enquadrarem no critério de objetividade probatória que orienta os demais casos ali elencados.

Além desses casos, foi retirada do rol a infração constante da alínea “e” do inciso XXVII, da Minuta, que consiste na falha dos participantes do mercado de valores mobiliários, e do diretor responsável quando aplicável, em identificar, analisar, compreender e mitigar os riscos de lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo, incluindo a classificação de produtos, serviços, canais, ambientes e clientes por grau de risco, por meio de uma abordagem baseada em risco, de forma a garantir que as medidas de prevenção e mitigação sejam proporcionais aos riscos identificados e assegurem o cumprimento da norma específica de PLD/FTP.

³ Ilícitos constantes do art. 1º, incisos III-B; XVIII, alíneas “g” e “h”; XXII, alíneas “a” e “b”; XXIII, alíneas “c”, “d”, “f”, “g”, “j” e “k”; XXIV, alíneas “a”, “b” e “c”; e XXVII, alíneas “c” e “e” do Anexo C, conforme apresentados no art. 3º da Minuta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

O dispositivo trata de condutas amplas e variadas, que podem ser praticadas por diferentes participantes do mercado, cada um com escopo de atuação distinta. Essas características conferem grau de complexidade maior à sua análise, o que motivou a decisão pela sua retirada do Anexo C.

Portanto, não foram incorporados à versão final da norma as condutas constantes art. 1º, incisos XXII, alínea “a”, e inciso XXVII, alíneas “c” e “e” da Minuta, tendo sido a versão final da norma renumerada em função dessas exclusões.

Dessa forma, os comentários foram parcialmente aceitos.

2.5.3 Outros comentários sobre as infrações do Anexo C

2.5.3.1 Não observância do período vedado

A Minuta prevê a inclusão do inciso III-A no art. 1º para que passe a integrar o rito simplificado a não observância do período de vedação de negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, na forma estabelecida em norma específica, pela companhia aberta, acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e conselho fiscal.

B3 defende que a hipótese prevista no inciso III-A seja restrita à negociação em período vedado de 15 dias que antecede a divulgação das informações contábeis trimestrais e demonstrações financeiras anuais⁴, por se tratar de descumprimento verificável de forma objetiva, sem necessidade de dilação probatória ordinária. Assim, para a análise de supostas infrações decorrentes do uso indevido de informação privilegiada, conforme previsão do art. 13 da Resolução CVM 44, que justificam a necessidade de dilação probatória, seria utilizado o rito ordinário.

O participante defende ajuste redacional para deixar essa diferenciação clara, uma vez que os períodos em que existe informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado são conhecidos, popularmente, como “períodos de vedação”.

A sugestão foi aceita e a versão final incorpora, com adaptações, o texto sugerido.

⁴ Art. 14 da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 44”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

2.5.3.2 Infrações cometidas por integrante do sistema de distribuição e consultor

ANBIMA e ANCORD sugerem ajuste no enunciado do art. 1º, inciso XXII, para deixar claro que as disposições previstas no inciso são aplicáveis apenas ao consultor pessoa jurídica.

Na alínea “a”, os participantes propõem a exclusão do trecho “bem como controles internos passíveis de verificação” e inclusão, ao final, da frase “na forma estabelecida em norma específica”, com o objetivo alinhar o texto às disposições das regras de *suitability*, previstas na Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, de forma a adotar uma redação mais objetiva e que reduza eventuais margens para interpretações divergentes.

Foi promovido ajuste na redação do enunciado do inciso XXII para deixar claro que as disposições ali previstas são aplicáveis a distribuidores e consultores de valores mobiliários pessoa jurídica.

A alínea “a” foi integralmente removida do inciso XXII, conforme abordado no item 2.5.2 deste relatório, tendo o comentário de ajuste textual perdido o objeto.

2.5.3.3 Vedações aplicáveis aos intermediários

O art. 1º, inciso XXIII, alínea “b”, prevê a aceitação ou execução de ordens de clientes que não estejam previamente cadastrados ou que estejam com os cadastros desatualizados, salvo nos casos de pedidos de encerramento de conta, ou de alienação ou resgate de valores mobiliários.

ANBIMA e ANCORD sugerem a inclusão, nessa alínea, de outra exceção mais genérica para abarcar os casos permitidos pela legislação vigente ou por ordem judicial, com o objetivo de garantir a conformidade com o ordenamento jurídico e contemplar situações específicas que possam justificar a execução de ordens.

Ao analisar o dispositivo e as manifestações recebidas, a CVM ajustou alguns dispositivos do Anexo C a fim de que este se restrinja a enumerar infrações enquadradas no rito simplificado, e não a tratar da licitude ou ilicitude da conduta. Assim, exceções ou demais circunstâncias pertinentes à caracterização da infração administrativa foram deixadas a cargo da norma específica em que a infração se insere. Nessa linha, foi promovido ajuste no art. 1º, inciso XXIII, alínea “b”, para excluir o trecho que trata das exceções, tendo a sugestão perdido o objeto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Pela mesma razão, foram também revisados os dispositivos do inciso V, alíneas “d” e “e”, e o inciso XXIII, alíneas “f” e “g”.

3 Outros comentários à Minuta

3.1.1 Comunicação de encerramento da investigação (art. 4º)

Eizirik Advogados sugere que, nos casos do art. 4º, inciso I, da Resolução CVM 45 — em que a superintendência decide não lavrar termo de acusação por inexistência de irregularidade, extinção da punibilidade ou baixa relevância da conduta — a CVM comunique formalmente aos interessados o encerramento da investigação. Argumenta que essa previsão traria maior segurança jurídica aos regulados, permitindo que tenham ciência, de forma oficial, de que o procedimento investigativo não resultou em processo administrativo sancionador.

A sugestão não foi acolhida. Embora se reconheça o intuito de conferir maior segurança jurídica aos regulados, entende-se que a proposta apresenta dificuldades práticas e conceituais para sua implementação.

O termo “interessados”, utilizado na sugestão, é amplo e pode abranger um grupo indeterminado de pessoas, o que inviabilizaria a adoção de uma regra geral de comunicação formal sobre o encerramento de investigações. Ademais, antes da eventual instauração de processo administrativo sancionador, há uma série de atos de natureza pré-sancionadora – inclusive de supervisão e monitoramento – cujo escopo e formalização variam, o que tornaria complexa a delimitação de quando e a quem caberia expedir comunicação oficial de encerramento.

Cumprir destacar ainda que, nos termos do art. 8º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 1976, todos os documentos e autos de processos administrativos são, em regra, de acesso público, ressalvados os casos de sigilo imprescindível à defesa da intimidade, ao interesse social ou amparado por disposição legal específica. Assim, qualquer pessoa que tenha interesse legítimo em determinado procedimento pode requerer acesso às informações pertinentes, inclusive quanto ao seu encerramento.

Por fim, não obstante as considerações acima, o tema será examinado pelo grupo de trabalho interno da CVM dedicado à proposição de ajustes nos procedimentos, práticas e regras aplicáveis à atuação sancionadora, a fim de avaliar a viabilidade de eventuais aprimoramentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

3.1.2 Guia explicativo sobre manifestação prévia (art. 5º)

Luciana Doria Wilson sugere a elaboração de um guia explicativo sobre os objetivos e limitações da manifestação prévia, incluindo exemplos de como os investigados podem contribuir efetivamente para o processo.

A participante recomenda, ainda, que manifestações prévias possam ser enviadas por portais online, permitindo maior eficiência, rastreabilidade e segurança na comunicação entre a CVM e os investigados.

A sugestão relativa à elaboração de um guia explicativo sobre os objetivos e limitações da manifestação prévia é válida, mas não integra o escopo da presente consulta pública, que visa a tratar os comentários e ajustes normativos. A medida possui caráter orientativo, podendo ser avaliada em instrumentos complementares à regulamentação pelas áreas competentes.

Quanto à utilização de portais online para envio das manifestações, a Autarquia já disponibiliza canais eletrônicos para o recebimento de documentos, de modo que não considera necessária qualquer alteração dessa sistemática – e, ainda que fosse o caso, não seria matéria a ser tratada na norma.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas no âmbito da presente consulta.

3.1.3 Inclusão da possibilidade de arquivamento do processo (art. 41)

Eizirik Advogados sugere que o *caput* do art. 41 seja alterado para prever que o relator possa optar por propor ao Colegiado o arquivamento de processos cuja peça acusatória não observe os requisitos dos incisos I, IV, V ou VI do art. 6º, pois entende que essa medida contribuiria para a eficiência processual e evitaria a tramitação de casos insubsistentes.

O não atendimento aos requisitos previstos nos incisos I, IV, V ou VI do art. 6º não torna automaticamente a peça acusatória insubsistente. De fato, nos casos em que o art. 41 mostrar-se aplicável, a peça acusatória terá contado ao menos com a narrativa dos fatos e análise de autoria das infrações, com condutas individualizadas, pois esses são os requisitos dos incisos II e III do mesmo art. 6º. Assim, é possível que o não atendimento dos requisitos dos demais incisos esteja associado a simples inadequações formais que podem ser sanadas sem prejudicar a instrução do processo nem o exercício do contraditório e da ampla defesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Nessas hipóteses, a norma prevê que o relator deve devolver os autos à superintendência que houver formulado a acusação, para que complemente a acusação e encaminhe o processo para intimação do acusado ou proponha ao Colegiado o arquivamento do processo se concluir pela inexistência de infração ou extinção da punibilidade.

Assim, a CVM entende que a norma já prevê mecanismo adequado para lidar com a situação, não havendo elementos que justifiquem alteração da sistemática vigente e do que foi proposto na Minuta. Dessa forma, o comentário não foi acolhido.

3.1.4 Estudo comparativo com reguladores globais

Luciana Doria Wilson recomenda que a CVM promova um estudo comparativo com reguladores globais, como a ESMA e o FCA, para garantir maior integração das normas brasileiras ao cenário internacional, propondo, ainda, a inclusão de métricas claras para monitorar os resultados das alterações propostas e sua contribuição para a eficiência regulatória.

Em relação à sugestão, a CVM ressalta que já realiza estudos e análises comparativas das regras aplicáveis em processos normativos, considerando práticas internacionais e experiências de outros reguladores. Tais análises são conduzidas no âmbito de seus projetos normativos, incluindo, quando cabível, a Avaliação de Impacto Regulatório (AIR), nos termos previstos na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002 (“Lei 10.411”).

A Resolução CVM nº 67, de 10 de março de 2022, que trata do processo de normatização da CVM, confirma essa prática ao estabelecer em seu art. 7º que o planejamento e o desenvolvimento dos projetos de normatização podem incluir pesquisas e consultas para obtenção de perspectivas adicionais, experiências e informações relevantes sobre a matéria a ser regulamentada, sem prejuízo de outros estudos e análises aplicáveis.

Em relação à inclusão de métricas claras para monitorar os resultados, a Lei 10.411, igualmente prevê a realização de estudos de análise de impacto regulatório, bem como a Avaliação de Resultados Regulatórios (ARR), destinada a mensurar os efeitos das normas sobre o mercado e a sociedade.

Além disso, é importante destacar que a CVM conta com um grupo de trabalho interno, que se reúne quinzenalmente, dedicado à análise e proposição de aprimoramentos nos procedimentos,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

práticas e regras aplicáveis, como já mencionado neste relatório, reforçando o compromisso da Autarquia com a constante evolução e efetividade no que se refere a sua atuação sancionadora.

Dessa forma, as sugestões estão integradas às atividades regulares da Autarquia, não sendo necessários ajustes normativos nesse sentido, sobretudo no escopo da presente consulta pública.

Portanto, o comentário não foi acolhido.

3.1.5 Termo de compromisso (art. 82)

O art. 82 trata da proposta de termo de compromisso, permitindo que o interessado apresente à CVM proposta escrita na qual se comprometa a cessar atos ou atividades ilícitas e corrigir irregularidades, incluindo eventual indenização, devendo manifestar sua intenção no prazo de defesa e encaminhar a proposta à área competente, inclusive podendo fazê-lo na fase preliminar de apuração.

Eizirik Advogados recomenda a inclusão de novo parágrafo para prever que caso os atos ilícitos sejam imputados a pessoas físicas e jurídicas, a CVM pode celebrar termo de compromisso com todos, alguns ou apenas um dos interessados, pois entende que qualquer termo de compromisso celebrado, ainda que apenas em relação a um dos interessados, importa em economia processual e, conseqüentemente, eficiência.

Além disso, sugere que a norma não exija indenização de prejuízos no caso de pessoa física, pois estas não podem ser responsabilizadas por atos praticados pelas pessoas jurídicas, devendo apenas demonstrar que cessaram a prática de atividades ilícitas e corrigiram as irregularidades apontadas, se for o caso.

Em relação à sugestão de que termos de compromisso possam ser celebrados com todos os acusados ou parte deles, note-se que propostas com apenas alguns interessados enfrentam desafios adicionais por conta de questões como fragmentação do processo e percepção de tratamento desigual, dentre outras.

Não obstante, a depender das características do caso concreto, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”) e o Colegiado podem avaliar, de forma discricionária, a possibilidade contemplada pelo participante, uma vez que não há vedação nesse sentido no art. 82.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

Dessa forma, a CVM entende que não há necessidade de modificação do artigo, mantendo-se a sistemática atual de forma a assegurar a coerência, previsibilidade e efetividade do processo administrativo sancionador, notadamente do instituto do termo de compromisso.

No tocante ao requisito de indenização de prejuízos, trata-se de requisito legal previsto no art. 11, § 5º, da Lei 6.385. A apuração do montante e da extensão da indenização atribuída a cada envolvido é avaliada pelo Comitê de Termo de Compromisso e pelo Colegiado de forma individualizada, à luz das particularidades do caso concreto. Nesse contexto, a CVM considera que a dinâmica atualmente adotada tem se mostrado adequada, não havendo elementos que justifiquem sua modificação.

Portanto, os comentários não foram acolhidos.

Luciana Doria Wilson propõe melhorias nos termos de compromisso, incluindo a incorporação de cláusulas de boas práticas de *compliance*, a publicação de resumos destacando os benefícios alcançados e a elaboração de um guia prático para novos participantes, com exemplos e linguagem acessível.

A CVM compreende a importância da contínua orientação dos participantes do mercado. Entretanto, considerando que as medidas sugeridas possuem caráter orientativo e administrativo, elas não integram o objeto da presente consulta pública.

Nesse sentido, cabe às áreas competentes avaliarem a possibilidade e a conveniência da implementação dessas iniciativas, caso entendam que constituem formas de aprimorar a comunicação e a disseminação de boas práticas junto aos participantes do mercado.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

3.1.6 Marcos de interrupção da prescrição

CGV Advogados defende que a CVM regule o conceito de “ato inequívoco que importe a apuração do fato”, previsto no art. 2º da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999, para trazer maior previsibilidade e segurança jurídica. Sustenta que a jurisprudência do Colegiado é divergente e tende a uma interpretação extensiva do dispositivo, o que aumenta a insegurança para regulados.

Propõe que a regulamentação adote abordagem negativa, especificando atos que não configuram causa interruptiva da prescrição (como assinatura de relatório, pedido de parecer sobre



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

tempestividade de recurso, intimação para ciência de decisão ou despacho, e redistribuição de processos).

Embora se reconheça que a regulamentação do tema poderia conferir maior previsibilidade aos regulados, a CVM considera que a questão, não prevista na Minuta, demanda debate aprofundado antes de eventual incorporação ao texto normativo.

Assim, as sugestões não foram acolhidas no momento, sem prejuízo de poderem ser revisitadas futuramente.

3.1.7 Anexo C – Rito Simplificado

3.1.7.1 Sugestões gerais de aprimoramento do rito simplificado

Luciana Doria Wilson entende que o rito simplificado deve contemplar apenas infrações que não representem riscos elevados à confiança no mercado ou à integridade sistêmica, definidas por critérios objetivos — como menor impacto financeiro, menor complexidade probatória e ausência de risco elevado à integridade do mercado — e que sejam realizadas consultas técnicas com participantes do mercado antes da inclusão de novas infrações. Sugere também a criação de mecanismo de monitoramento anual para avaliar a eficácia do rito e o treinamento das áreas técnicas para garantir uniformidade e eficiência na sua aplicação.

A CVM reconhece a relevância das observações apresentadas, especialmente sobre critérios objetivos e acompanhamento do rito simplificado. Nesse sentido, destaca que a seleção das infrações sujeitas ao rito simplificado já se fundamenta em critérios objetivos, considerando ilícitos de apuração objetiva, como já detalhado no item 2.5 deste relatório, de forma a garantir maior celeridade ao trâmite processual sem comprometer a correta apuração dos fatos.

Por fim, questões relacionadas ao monitoramento anual para avaliar a eficácia do rito e o treinamento das áreas técnicas para garantir uniformidade e eficiência na sua aplicação fogem ao escopo da presente consulta, pois não têm relação com o texto da Minuta e eventuais alterações normativas, sendo questões operacionais que devem ser consideradas pelas áreas que lidam com processos sancionadores da CVM, as quais tiveram acesso a este Relatório.

Assim, os comentários não foram acolhidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

3.1.7.2 Adequação à nova regulamentação de fundos de investimento

O art. 1º, inciso XVIII, do Anexo C trata do descumprimento, pela instituição administradora de fundos de investimento (ou, quando aplicável, o interventor, administrador judicial ou liquidante), de prazos e requisitos previstos na regulamentação aplicável.

ANBIMA e ANCORD sugerem alterações para adequar o item à regulamentação vigente, especialmente à nova regulamentação de fundos de investimento, a saber: (i) substituir, no enunciado do inciso, a expressão “instituição administradora” por “administrador fiduciário e/ou gestor de fundos de investimento, conforme aplicável”; e (ii) incluir, na alínea “e”, a menção à taxa de gestão.

As sugestões foram consideradas pertinentes e estão refletidas na versão final da norma, ainda que com ajustes textuais.

Foram ajustadas também outras referências similares ao longo do art. 1º do Anexo C, especificamente os incisos XI a XVII.

4 Ajustes pontuais de forma

Além dos ajustes mencionados ao longo deste relatório, foram promovidas alterações pontuais na norma, seja por iniciativa da própria CVM ou em decorrência de comentários trazidos pelos participantes, que não trazem repercussões materiais.

Nessa linha, foi revogado o art. 21, § 3º, uma vez que não há mais processos em meio físico que estejam pendentes de citação. Além disso, foi incluído, no art. 22, referência à citação por meio de publicação de edital, a fim de harmonizar o texto do dispositivo com a redação do art. 23.

Foram feitos também ajustes de redação nos arts. 23, § 2º, inciso II, 25, § 4º, 52, 75, § 1º, 86, § 3º, 103, § 2º, inciso II.

Além dessas alterações, foi excluído o termo “diretor” do *caput* do art. 84, uma vez que o presidente da CVM pode ser o relator do processo sancionador.

Em relação ao Anexo C, foram feitos ajustes nos dispositivos a seguir: art. 1º, incisos V, alíneas “a” e “g”, item 1, IX, XXI e XXIV, alínea “e”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

www.cvm.gov.br

5 Versão definitiva de Resolução

A proposta definitiva de Resolução acompanha o presente relatório e pode ser consultada na página desta Consulta Pública.

Rio de Janeiro, 21 de novembro de 2025.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(Assinado eletronicamente por)

RAPHAEL ACACIO GOMES DOS SANTOS DE SOUZA

Gerente de Desenvolvimento de Normas - 1